

分析师：乔琪  
登记编码：S0730520090001  
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

## 区域性文化领军企业，主营业务发展稳健

### ——中原传媒(000719)公司深度分析

#### 证券研究报告-公司深度分析

增持(维持)

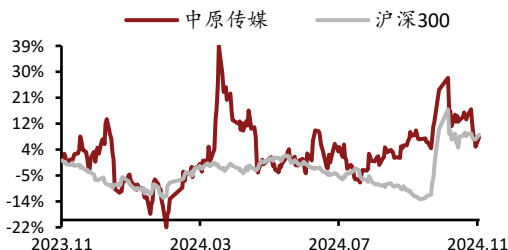
##### 市场数据(2024-11-04)

收盘价(元)	10.81
一年内最高/最低(元)	14.49/8.11
沪深 300 指数	3,944.76
市净率(倍)	1.01
流通市值(亿元)	72.12

##### 基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	10.75
每股经营现金流(元)	0.44
毛利率(%)	36.77
净资产收益率_摊薄(%)	4.62
资产负债率(%)	36.07
总股本/流通股(万股)	102,320.37/66,714.75
B股/H股(万股)	0.00/0.00

##### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

##### 相关报告

《中原传媒(000719)中报点评：税收政策变化影响短期利润，主营业务依旧稳健》

2024-09-06

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 22 楼

邮编：200122

发布日期：2024 年 11 月 05 日

##### 投资要点：

● **河南省文化产业领军企业。**公司是河南省文化企业龙头，省内唯一上市文化企业，主要从事出版物的编辑、生产和市场推广，业务涵盖图书、期刊、报纸、电子音像制品、网络出版物等的出版、发行、印刷以及印刷物资供应、媒体、数字教育及服务、文化产品贸易等领域。依托河南人口大省优势，为公司提供稳定的业务发展环境。公司拥有全部且完整的出版、印刷、发行、印刷物资贸易等资质和行政许可。在教材教辅业务上公司是人民教育出版社、人民音乐出版社、北京师范大学出版社等主流教材出版单位的河南省独家代理商；公司所属出版企业获得了河南省教育行政部门对全科评议教辅出版的行政许可，继续成为河南省 2024 秋—2027 春义务教育免费教科书“单一来源采购”供应商。发行渠道上，公司所属河南省新华书店发行集团有限公司，具有覆盖全省市、县、乡（镇）的网络渠道及服务体系，门店卖场、物流仓储、配送服务、社会资源、质量信誉配套完整，功能齐全。

● **新闻出版产业规模稳定增长，教材教辅占比提升，教育人口大省保障稳固市场需求。**国内新闻出版产业规模增长较为稳定，产业结构中，以图书出版、出版物发行、印刷复制占据主要地位。图书零售市场目前暂处困境，码洋规模同比持续下滑，但作为学生群体的刚需类图书，教材教辅类书籍的码洋占比提升幅度较大。

河南省拥有全国第一的户籍人口数量以及全国第三的常住人口数量，教育人口和在校生数量在全国范围同样位居前列；基于对教育重视程度的不断提升，教育越发成为家庭刚性需求。预计河南省内家庭将继续保持一定规模的教育支出水平，未来河南省的教育支出的绝对规模仍有较大的增长可能。

● **业绩增长稳健，经营风险小，股息率持续提升。**财务层面，公司业绩增长稳健，盈利能力持续提升，经营性现金流常年保持大额净流入，资产负债表项目中货币现金储备、理财产品以及定期存单等资金类资产较为丰富，负债端也主要是应付账款、合同负债等项目为主，有息负债规模和财务压力。同时公司常年保持一定的分红比例，股息率持续提升。

● **投资建议与盈利预测：**公司的出版与发行业务以教材教辅为主，一般图书为辅，市场需求相对稳定；在行业端，国内出版和发行市场的规模稳步增长，图书零售市场教材教辅类书籍码洋占比提升，展现出旺盛的市场需求；国内出生率虽然面临下降，但短期不会对教育人口变化造成显著影响；公司主营的出版和发行业务的毛利率基

本维持稳定，整体毛利率稳步提升。虽然税收政策的变化拖累 2024 年利润增长，但预计自 2025 年税收政策影响将显著变小。

预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 101.30 亿元、106.01 亿元、109.68 亿元，增速分别为 3.02%、4.65%、3.46%，归母净利润分别为 9.42 亿元、9.76 亿元、10.15 亿元，同比分别变动-32.19%、3.62%、4.03%。

按照 11 月 4 日收盘价 10.81 元计算，对应 PE 为 11.74 倍、11.33 倍、10.89 倍，维持中原传媒“增持”投资评级。

**风险提示：**生育率长期下滑影响教育人口数量；上游原材料价格波动风险；下游市场需求收缩；环保政策变化风险；市场竞争加剧；产业政策变化

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,629	9,833	10,130	10,601	10,968
增长比率（%）	3.97	2.12	3.02	4.65	3.46
净利润（百万元）	1,032	1,389	942	976	1,015
增长比率（%）	5.85	34.55	-32.19	3.62	4.03
每股收益(元)	1.01	1.36	0.92	0.95	0.99
市盈率(倍)	10.72	7.96	11.74	11.33	10.89

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 内容目录

<b>1. 公司概况：河南省内唯一上市文化企业</b>	<b>5</b>
1.1. 借壳焦作鑫安实现上市	5
1.2. 持股比例高度集中，股权结构稳定	5
1.3. 主营教材教辅与一般图书的出版发行相关业务	6
1.4. 加强传统业务融合创新，探索发展新业态	8
<b>2. 行业情况：刚需类产品稳步增长，教育人口大省提供稳固支撑</b>	<b>9</b>
2.1. 出版环节处于产业链核心位置	9
2.2. 产业规模稳定增长，出版、发行、印刷占据主要地位	10
2.3. 图书零售市场暂处困境，教材教辅占比提升明显	11
2.4. 未成年人阅读率及阅读量不断增长	12
2.5. 行业监管规定严格，公有制占据行业主导地位	13
2.6. 河南区域现状：教育人口大省，家庭教育支出不断增长	14
<b>3. 财务数据：业绩增长稳健，经营风险小，股息率较高</b>	<b>17</b>
3.1. 收入利润增长稳健，税收政策变化短期冲击利润	17
3.2. 盈利能力不断提升，毛利率净利率双增长	18
3.3. 税前利润实现小幅增长，预计 2025 年起所得税影响将显著减弱	19
3.4. 现金流表现健康，常年大额净流入	20
3.5. 资产负债情况健康，经营风险较小	21
3.6. 股息率保持在 4% 以上的较高水平	22
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>22</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历史沿革	5
图 2：公司主要控股参股公司	7
图 3：公司主营业务收入结构	8
图 4：公司教材教辅与一般图书业务收入（百万元）	8
图 5：图书出版发行产业链	10
图 6：全国出版、印刷和发行服务营业收入	10
图 7：全国出版、印刷和发行服务净利润	10
图 8：各产业类别营业收入（亿元）	11
图 9：各产业类别利润总额（亿元）	11
图 10：2021 年新闻出版产业营业收入构成	11
图 11：2021 年新闻出版产业净利润构成	11
图 12：中国图书零售市场码洋规模	12
图 13：中国图书零售市场渠道分布	12
图 14：2024 年图书零售市场销售码洋同比变化	12
图 15：图书零售市场中教材教辅图书码洋占比	12
图 16：2015-2023 全国国民阅读情况	13
图 17：河南省教育人口及在校学生数量	15
图 18：河南省图书出版种数（左轴）与印数（右轴）	16
图 19：河南省课本出版种数（左轴）与印数（右轴）	16
图 20：河南省城镇居民家庭人均教育消费支出与占比	16
图 21：2016-2024Q3 公司营业收入	17

图 22: 2016-2024Q3 公司归母净利润 .....	17
图 23: 公司各项业务营业收入 (未减去内部抵消部分) .....	18
图 24: 公司各项业务增长情况 .....	18
图 25: 公司综合毛利率 (%) .....	18
图 26: 公司各项业务毛利率 .....	18
图 27: 公司各项费用率 (%) .....	19
图 28: 公司净利率 (%) .....	19
图 29: 公司所得税费用 .....	20
图 30: 公司经营性现金流 (右轴) 与销售现金 (左轴) .....	21
图 31: 公司净现比与收现比 (%) .....	21
图 32: 货币资产、应收款项及存货占流动资产比重 .....	22
图 33: 应付款项及合同负债占总负债比重 .....	22
图 34: 2016-2023 年公司分红比例 .....	22
图 35: 2016-2023 年公司股息率 .....	22
表 1: 公司前十大股东 (截至 2024Q3) .....	6
表 2: 出版板块上市公司实控人情况 (截至 2024.10.31) .....	14
表 3: 公司下属子公司享受免税期间 .....	19
表 4: 公司主营业务预测 (百万元) .....	23
表 5: 可比公司估值情况 .....	24

## 1. 公司概况：河南省内唯一上市文化企业

### 1.1. 借壳焦作鑫安实现上市

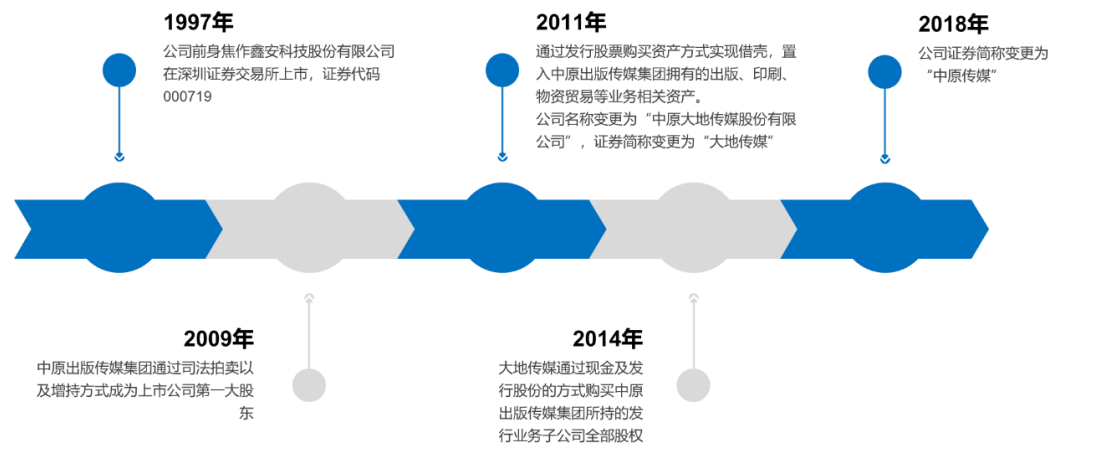
中原大地传媒股份有限公司是中原出版传媒集团控股的子公司，也是河南省内唯一一家上市文化企业。其前身为焦作鑫安科技股份有限公司，由于连续亏损，2008年焦作鑫安被裁定进入破产清算及重整。2009年中原出版传媒集团通过司法拍卖以及增持的方式成为焦作鑫安第一大股东，截至当年年末持股比例为28.70%。

2011年5月，经中国证监会核准，焦作鑫安通过向中原出版传媒投资控股集团有限公司发行股份的方式购买其持有的所有图书出版、印刷、物资贸易等业务相关的资产，实现业务转型，控股股东中原出版传媒集团持股比例提升至75.78%。公司名称变更为“中原大地传媒股份有限公司”，证券简称变更为“大地传媒”。

2014年8月，经中国证监会核准，大地传媒向中原出版传媒集团以现金及发行股份购买资产的方式购买中原出版传媒下属的图书发行等业务的经营性资产并募集配套资金，中原出版传媒集团的持股比例进一步提升至77.13%。

2018年公司证券简称再次变更为“中原传媒”。

图 1：公司发展历史沿革



资料来源：公司公告，中原证券研究所

### 1.2. 持股比例高度集中，股权结构稳定

公司股权结构比例随着企业的发展曾多次发生变化，但自 2011 年后始终保持着较高的股权集中度，控股股东的持股比例常年维持在 75% 以上。

2018 年和 2021 年，公司控股股东中原出版传媒集团先后两次将合计占公司总股本 17.10% 的股份划入担保及信托财产专户用于公开发行人可交换公司债券，控股股东持股比例降至 60.03%。2023 年 5 月，公司发行的可交换债摘牌并办理解除剩余标的股票的担保及信托登记，除去完成债券换股的 6.79% 股份外，将剩余占公司股份总数 10.31% 的股份划转回控股股东名下，控股股东累计持有公司股份总数的 70.34%。

截至 2024 三季度末，在公司前十大股东中，控股股东中原出版传媒集团持有公司股份比例依然保持在 70.34%，实控人为河南省人民政府；中国人寿保险股份有限公司旗下三款产品合计持股比例 2.23%；香港中央结算有限公司持股比例 2.00%；全国社保基金 604 组合、焦作通良资产管理有限公司持股比例分别为 1.12%和 1.10%，其余股东持股比例低于 1%。

**表 1：公司前十大股东（截至 2024Q3）**

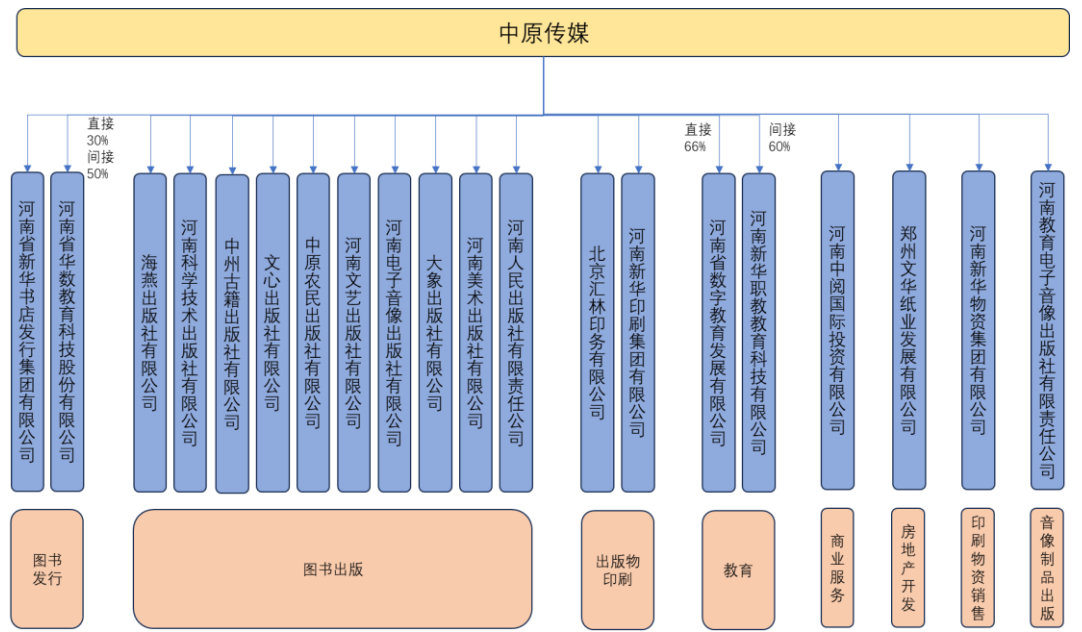
股东名称	持股数量（股）	占总股本比例
中原出版传媒投资控股集团有限公司	719751963	70.34%
香港中央结算有限公司	20455545	2.00%
全国社保基金 604 组合	11439000	1.12%
焦作通良资产管理有限公司	11210925	1.10%
中国人寿保险股份有限公司—传统—普通保险产品—005L—CT001 沪	10870114	1.06%
宁波梅山保税港区晟维资产管理中心（有限合伙）—晟维鸿远私募证券投资基金	7518600	0.73%
中国人寿保险股份有限公司—分红—个人分红—005L—FH002 沪	7154857	0.70%
中国工商银行股份有限公司—国联优势产业混合型证券投资基金	5692201	0.56%
中国人寿保险股份有限公司—万能—国寿瑞安	4847000	0.47%
招商银行股份有限公司—南方中证 1000 交易型开放式指数证券投资基金	4653200	0.45%

资料来源：公司公告，中原证券研究所

### 1.3. 主营教材教辅与一般图书的出版发行相关业务

公司主要从事出版物的编辑、生产和市场推广，业务涵盖图书、期刊、报纸、电子音像制品、网络出版物等的出版、发行、印刷以及印刷物资供应、媒体、数字教育及服务、文化产品贸易等领域。下辖河南人民出版社、大象出版社、河南科学技术出版社、海燕出版社等 11 家出版社和河南省新华书店发行集团、河南新华印刷集团、河南新华物资集团、北京汇林印务有限公司、河南中阅国际投资有限公司等多家子（分）公司。

图 2：公司主要控股参股公司



资料来源：公司公告，中原证券研究所

注：除标注外，其余公司均为 100% 持股

出版业务：一是由公司组织策划、选题论证、组稿编辑、拥有专有出版权的本版图书（含教材教辅）的出版，二是公司与人民教育出版社、人民音乐出版社、北京师范大学出版社等教材出版单位以协议方式获得重印权、代印权，负责相关版型教材在河南省的宣传推广、印刷、发行和售后服务等工作，公司向教材原出版单位支付租型费用；三是党和国家重要理论出版物的租型出版。

发行业务：利用河南省新华书店覆盖全省的渠道网络和云书网电商平台，由新华书店在全国范围的出版社采购图书产品或向生产厂家采购文化用品、电子产品、其他产品并进行销售。其中教材教辅主要由河南省新华书店、教材出版中心、教材教辅出版单位通过政府采购、直供、直销、代销等方式进行销售；一般图书则主要通过新华书店、电商平台、自媒体平台以及其他出版物营销渠道以分销、包销和自营等方式进行销售。文化用品、电子产品以及其他文创产品则采用购销、定制及原创等方式开展经营活动。

印刷业务：由公司提供纸张或客户自行采购纸张，按照客户订单需求生产教材教辅、报纸、期刊、一般印刷物等并按照合同直接向客户销售。

印刷物资供应：通过招标方式或市场直接采购教材用纸或社会用纸等印刷物资并按照合同向客户销售。

媒体：一是公司所属出版单位编辑出版的期刊主要包括社会科学和教育辅导两大类，社会科学类主要经营模式为期刊发行和广告，教育辅导类主要经营模式为产品发行；二是中国教育出版网、完美手工网、百姓文化云等新媒体业务，通过网站平台以及移动端提供内容服务；三是开展中国手工产业博览会等线下经营活动；四是以抖音、微信短视频、小红书等为载体的多

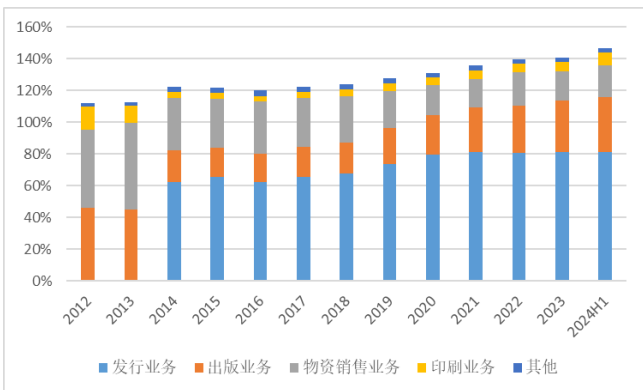
平台、全媒体、多层次矩阵已经形成。

数字教育：出版融合发展（郑州）重点实验室和中国教育出版网为两大支撑的教育综合体系形成了大象 e 教、大象 e 学、大象 e 考、海燕 e 学、伴学 365、中小学数字图书馆等一系列数字教育产品。智慧题库、智能组卷、考试与教学测评等数字教育服务系统，为构建以大数据为中心，以智慧教育云、智慧校园、智慧课堂为核心组成的教育信息化整体解决方案奠定坚实基础。商业模式为把产品和系统销售给单个学校或区域教育行政部门，提供维护、升级、内容更新等服务。

基于公司各项业务的收入占比结构和变化趋势来看，出版业务和发行业务是公司最主要的收入来源，也是驱动公司业绩持续增长的核心动力。自 2014 年并入发行业务后，该业务的收入占比不断提升并成为公司最大的收入来源，收入占比从 2014 年的 62.53% 提升至 2024H1 的 81.37%；出版业务收入占比从 2014 年的 19.80% 提升至 2024H1 的 34.67%，是公司第二大收入来源；印刷业务的收入占比从 2014 年的 3.77% 提升至 2024H1 的 8.02%；物资销售业务收入占比从 2014 年的 32.95% 下滑至 2024H1 的 19.72%。（累计占比超过 100% 主要是由于公司内部不同业务板块之间产生的相互交易导致存在抵消的情况）

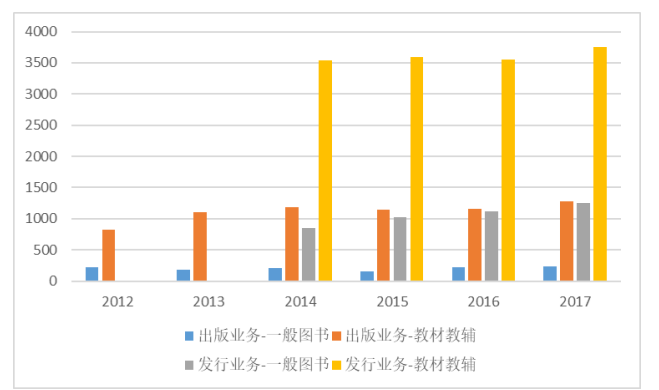
从公司出版发行的图书品类来看，教材教辅为公司提供了最主要的收入来源，一般图书次之。根据 2017 年公司披露的数据，教材教辅的出版收入为 12.84 亿元，发行收入为 37.57 亿元，共占当年公司营业收入的 61.67%；一般图书出版收入为 2.35 亿元，发行收入为 12.50 亿元，共占当年公司营业收入的 18.17%。

图 3：公司主营业务收入结构



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 4：公司教材教辅与一般图书业务收入（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

### 1.4. 加强传统业务融合创新，探索发展新业态

除了传统的图书出版发行等主营业务之外，公司还在积极探索各类创新业务，利用科技创新手段不仅实现对公司传统业务的赋能，还探索发展新业态。

根据公司 2024 半年度报告，公司积极筹备“豫版链”“豫教链”，联合腾讯、蜜度等 AIGC 厂商和稻壳、数盒等技术前沿企业，携手落实内容数字化建设。探索实践教育新玩法，开展各类“剧本娱乐+研学”、“主题出版+研学”、“书店门市+研学”等活动，半年累计举办相关活动



近 2000 场，打磨出 7 条研学精品路线和 11 门学科融合教程，开拓 7 个县区实现课后服务落地选课，学生累计参与 10 余万人次。中小學生课后服务智慧云平台二期工程上马启动，研学实践教育云平台一期建设基本完成，全域研学数智化业态布局正加速成型。

加快“传统卖场”向“复合 IP”的转变，5 个老旧门店完成主体化、特色化、智能化再造，成为读者群体体验美好生活新入口，深度挖掘“最美读书声”的品牌力、服务力、影响力，策划举行推出“一月一主题”阅读活动、举办作家讲坛、图书市集、惠民书展等各类文化体验活动 6208 场。

培育立体化、联动式、互补性的融媒传播矩阵，书香河南公共文化平台新增用户 3.5 万人，总浏览量 1795 万次，百姓文化云上线视频资源 3338 个，同比增长 4.2%，云书网及全省电商直播间订单量突破百万，同比增长 8.21%。三大平台的贯通协作性、内容输出力和用户触达面显著提升。在教育服务上，围绕“绿健”、研学、综合实践等主题在全省学校开展各类活动 7000 余场，配合建成全省 18 个市级“绿健”专家服务团队，不断提升入校服务水平。集结精锐力量，配合各地教育部门开展义教阶段教材选版工作，实现了公司教材市场的稳中有升。

“文献中国”资源库项目完成后台开发部署及前端框架功能设置，数据中台项目建成云基础平台、开动引擎测试，《诗经》名物图像智能平台等应用 AIGC 技术的项目正式起步，以数据要素为驱动的数字转型前景可期；河南中小学智慧教育平台项目进入试运行阶段，“趣味学农”项目打造了新型劳动教育课程范式和整体解决方案，《作文》期刊融合发展项目推出“指尖上的黄河”等校本样课，“中教云数字图书馆”项目衍生的“数字农家书屋”落地全省 851 个行政村，“中原文化云课堂”项目致力内容资源动态活化，“传记中国”“读懂中国画”“我们的经典”等融合出版传播项目，不断革新传统出版流程，创新文化呈现方式。

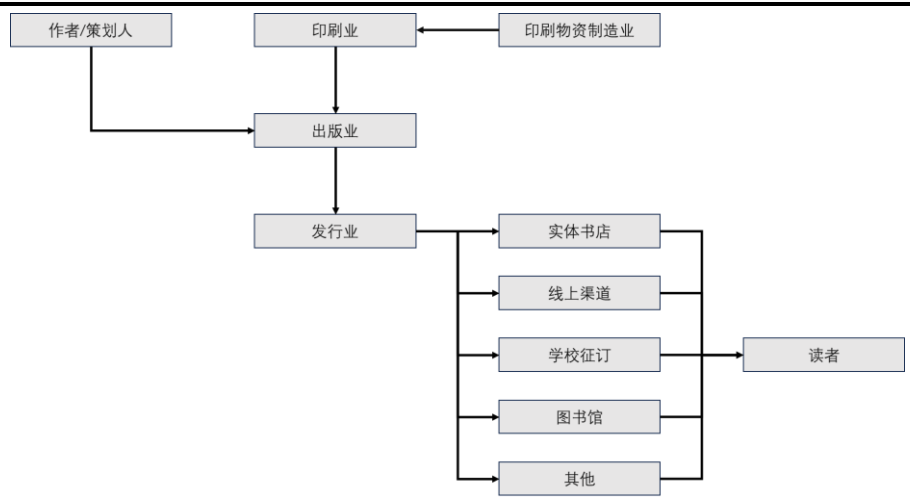
## 2. 行业情况：刚需类产品稳步增长，教育人口大省提供稳固支撑

### 2.1. 出版环节处于产业链核心位置

结合国内多家图书出版发行上市公司披露的招股说明书，国内图书行业的产业链包含“编、印、发、供”四个环节，即出版、印刷、发行、物资贸易。其中出版环节处于产业链的核心位置，带动印刷、发行和物资贸易三个环节的发展。

产业链的一般运作模式为印刷物资供应企业向印刷企业提供必备物资，作者/策划人向出版社提供图书内容，出版社将型版交给印刷企业进行印刷，再由出版社或独立发行商进行图书发行，通过线上/线下以及零售/集体订购等方式传递至读者。

图 5：图书出版发行产业链

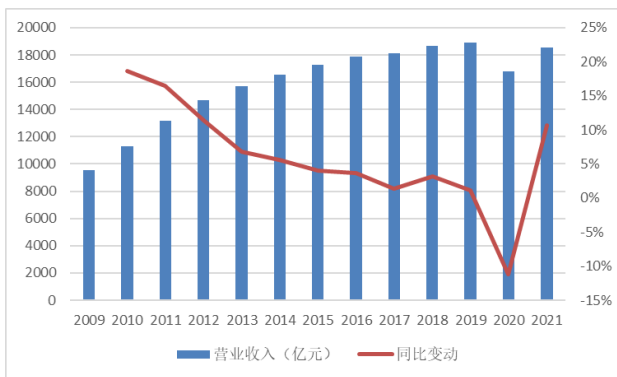


资料来源：龙版传媒、浙版传媒等招股说明书，中原证券研究所

## 2.2. 产业规模稳定增长，出版、发行、印刷占据主要地位

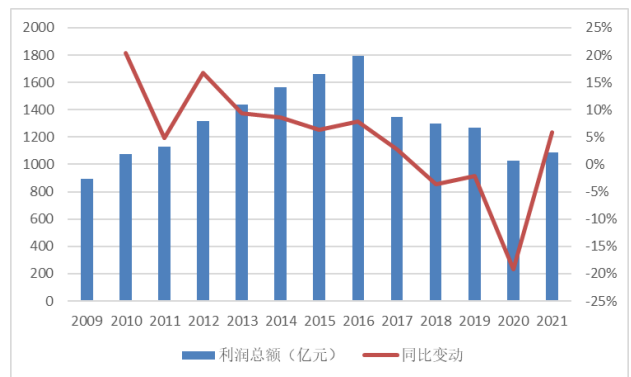
根据国家新闻出版署发布的《2021 年新闻出版产业分析报告》显示，2021 年国内新闻出版产业主要指标整体回升，全国出版、印刷和发行服务实现营业收入 18564.7 亿元，同比增长 10.7%，利润总额 1085.5 亿元，同比增长 5.9%。除了 2020 年外，其余时间国内出版印刷和发行服务行业都保持着营业收入的增长状态；净利润端自 2017 年开始有所下滑，主要是受印刷复印产业利润下降的影响。

图 6：全国出版、印刷和发行服务营业收入



资料来源：中国新闻出版研究院，中原证券研究所

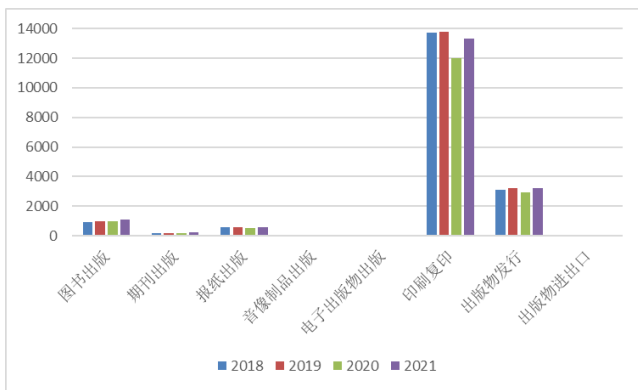
图 7：全国出版、印刷和发行服务净利润



资料来源：中国新闻出版研究院，中原证券研究所

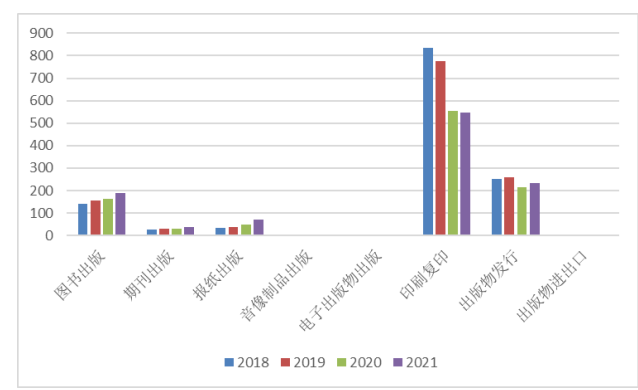
注：2017 年统计口径变化不再将数字出版纳入统计

图 8：各产业类别营业收入（亿元）



资料来源：中国新闻出版研究院，中原证券研究所

图 9：各产业类别利润总额（亿元）

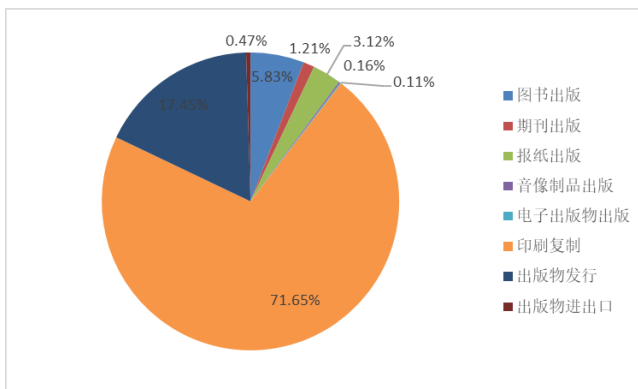


资料来源：中国新闻出版研究院，中原证券研究所

从各产业结构的占比来看，图书出版、印刷复制、出版物发行三大产业的占比最高。在收入端，图书出版营业收入 1082.18 亿元，收入占比 5.83%，印刷复制营业收入 13301.38 亿元，收入占比 71.65%，出版物发行收入 3239.21 亿元，收入占比 17.45%。在利润端，图书出版利润 190.1 亿元，利润占比 17.51%，印刷复制利润 545.17 亿元，利润占比 50.22%，出版物发行利润 234.99 亿元，利润占比 21.65%。

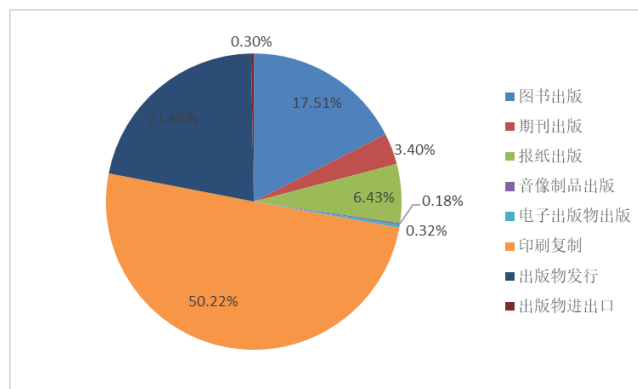
虽然印刷复制环节的营业收入占比最高，但由于行业门槛和技术含量相对较低，因此其利润占比明显低于收入占比，而图书出版和出版物发行则分别依靠 5.83% 和 17.45% 的收入创造了 17.51% 和 21.65% 的利润。

图 10：2021 年新闻出版产业营业收入构成



资料来源：中国新闻出版研究院，中原证券研究所

图 11：2021 年新闻出版产业净利润构成



资料来源：中国新闻出版研究院，中原证券研究所

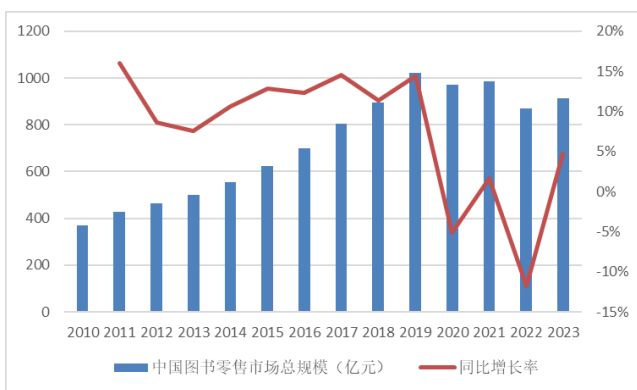
### 2.3. 图书零售市场暂处困境，教材教辅占比提升明显

根据开卷数据，2023 年国内图书市场零售码洋 912 亿元，同比增长 4.7%，但整体的码洋规模仍然低于 2019-2021 年；同时受电商渠道竞争以及短视频渠道低折扣的影响，2023 年图书零售市场整体折扣从 2022 年的 6.6 折下降至 6.1 折，因此 2023 年全国图书零售市场实洋同比下降了 7.04%。2024 年前三季度图书零售市场整体依然负增长，零售码洋同比下降 0.68%，但降幅相比第一季度和上半年进一步收窄；从实洋来看，折扣进一步下降导致实洋同比增长率小于码洋同比增长率。

当前的图书销售以线上作为主要渠道，由于短视频成为流量高地，短视频电商呈现高速增长，成为带动零售市场增长的主要的动力，传统实体书渠道面临较大压力。2023 年实体店销售码洋同比减少 18.24%，平台电商同比减少 3.68%，垂直及其他电商同比减少 10.08%，短视频电商同比大幅增长 70.1%。2024 前三季度实体店同比减少 6.26%；平台电商和垂直及其他电商同比分别减少 11.96%和 7.46%，短视频电商同比增长 30.16%。

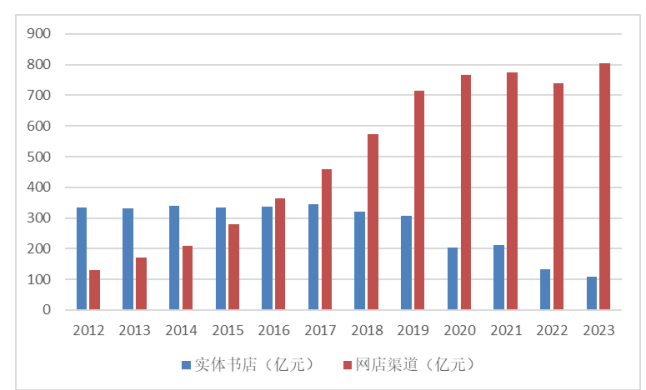
图书门类上，2023 年码洋占比排名前五的分别是少儿、教辅、文学、学术文化、经济管理，分别为 27.21%、17.05%、11.96%、9.91%、4.51%。2024 前三季度排名前五的分别是少儿、教辅、文学、学术文化、语言，码洋占比分别为 27.87%、26.47%、9.03%、7.56%、3.52%，作为学生群体的刚需类图书，教材教辅类书籍的码洋占比提升幅度较大。

图 12：中国图书零售市场码洋规模



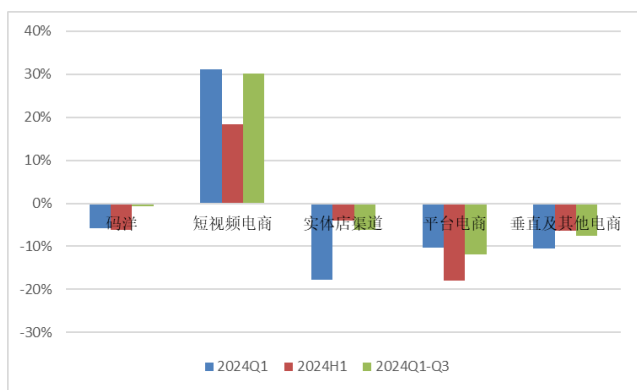
资料来源：北京开卷，中原证券研究所

图 13：中国图书零售市场渠道分布



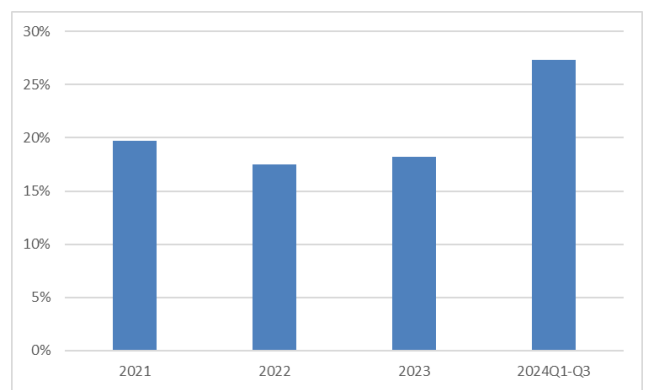
资料来源：北京开卷，中原证券研究所

图 14：2024 年图书零售市场销售码洋同比变化



资料来源：北京开卷，中原证券研究所

图 15：图书零售市场中教材教辅图书码洋占比



资料来源：北京开卷，中原证券研究所

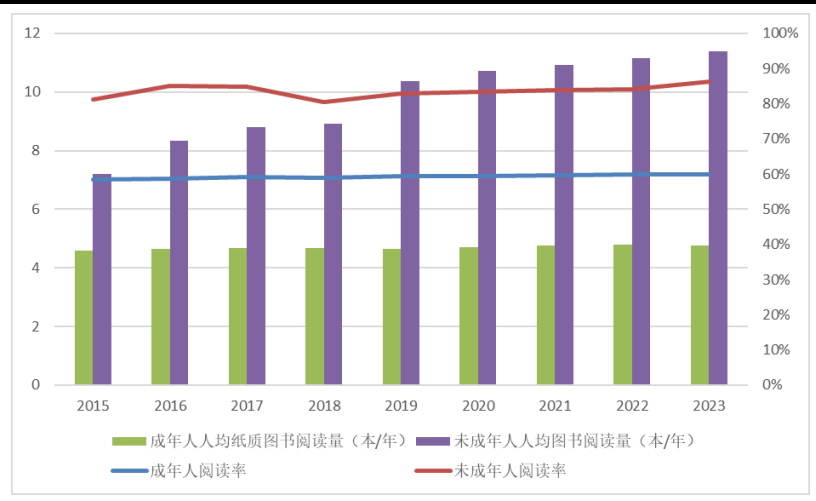
## 2.4. 未成年人阅读率及阅读量不断增长

根据中国新闻出版研究院定期发布的《全国国民阅读调查报告》来看，2023 年我国 0-17 岁未成年人阅读率 86.2%，人均纸质图书阅读量 9 本；其中 0-8 岁、9-13 岁、14-17 岁阅读率分别为 73.8%、99.4%、90.7%，人均阅读量分别为 10.71 本、10.43 本、13.71 本。

从过往的增长趋势来看，国内成年国民阅读率从 2015 年的 58.4% 提升至 2023 年的 59.8%，

提升了 1.4pct，人均阅读量从 4.58 本提升至 4.75 本，增加了 0.17 本；而未成年人的阅读率从 2015 年的 81.1% 提升至 2023 年的 86.2%，提升了 5.1pct，人均阅读量从 7.19 本提升至 11.39 本，增加了 4.2 本。对比数据的变化，一方面国内未成年人尤其是在校阶段未成年人的阅读需求明显高于成年人，另一方面未成年人阅读的增长情况也明显好于成年人。

图 16：2015-2023 全国国民阅读情况



资料来源：中国新闻出版研究院，中原证券研究所

## 2.5. 行业监管规定严格，公有制占据行业主导地位

由于出版物涉及意识形态问题，因此我国对于出版物的出版、发行、进口等环节均采取较为严格的监管措施。根据国务院颁布的《出版管理条例》规定，报纸、期刊、图书、音像制品和电子出版物应当由出版单位出版，设立出版单位需要向主办单位所在地省、自治区、直辖市人民政府出版行政主管部门提出申请，由主管部门审核同意后报国务院出版行政主管部门审批，出版单位收到批准决定后登记领取出版许可证，同时根据《出版管理条例》《报纸出版管理规定》《期刊出版管理规定》《音像制品管理条例》《电子出版物出版管理规定》和《网络出版服务管理规定》等法律法规，出版单位对报纸、期刊、图书、音像制品和电子出版物等不同类别的出版物及从事网络出版服务的，应取得相应的出版许可证，未经许可并办理相关手续的，不得印刷报纸、期刊、图书，不得复制音像制品、电子出版物。

此外，《中小学教材管理办法》《中小学教辅材料管理办法》《出版物市场管理规定》等法律法规中也针对教材教辅的编写、出版、发行等环节设置了较为严格的准入门槛以及审核制度等具体监管规定。

根据《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》明确规定，非公有资本不得投资设立和经营出版社，但可以投资参股出版物印刷、发行等国有文化企业，但该类文化企业国有资本必须控股 51% 以上。据国家新闻出版署数据，目前国内共有中央级图书出版单位 201 家，总政级图书出版单位 24 家，地方级图书出版单位 359 家。

在国内 A 股市场中，中信三级行业分类下出版板块共有 31 家上市公司，其中第一大股东性质为境内国有法人或国家的公司共计 23 家，占比 74.19%，背后实际控制人为国家中央机关

或地方政府、地方国资委等相关部门；大股东性质为境内自然人或境内非国有法人的公司 8 家。

从第一大股东的持股比例来看，基本都处于绝对控股状态，持股比例较高，5 家公司持股比例高于 70%，8 家公司持股比例高于 60%。

表 2：出版板块上市公司实控人情况（截至 2024.10.31）

证券代码	证券简称	省份	第一大股东名称	第一大股东性质	第一大股东持股比例
601928.SH	凤凰传媒	江苏省	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	国有法人	62.80%
601019.SH	山东出版	山东省	山东出版集团有限公司	国有法人	79.52%
601858.SH	中国科传	北京	中国科技出版传媒集团有限公司	国有法人	74.40%
300364.SZ	中文在线	北京	童之磊	境内自然人	11.95%
601098.SH	中南传媒	湖南省	湖南出版投资控股集团有限公司	国家	61.46%
600373.SH	中文传媒	江西省	江西省出版传媒集团有限公司	国有法人	57.26%
601921.SH	浙版传媒	浙江省	浙江出版联合集团有限公司	国有法人	76.95%
601949.SH	中国出版	北京	中国出版集团有限公司	国有法人	69.79%
600633.SH	浙数文化	浙江省	浙报传媒控股集团有限公司	国有法人	48.89%
601801.SH	皖新传媒	安徽省	安徽新华发行(集团)控股有限公司	国有法人	71.66%
601811.SH	新华文轩	四川省	四川新华出版发行集团有限公司	国家	50.49%
601900.SH	南方传媒	广东省	广东省出版集团有限公司	国有法人	61.59%
605577.SH	龙版传媒	黑龙江省	黑龙江出版集团有限公司	国有法人	57.62%
000719.SZ	中原传媒	河南省	中原出版传媒投资控股集团有限公司	国有法人	70.34%
600757.SH	长江传媒	湖北省	湖北长江出版传媒集团有限公司	国有法人	56.31%
300788.SZ	中信出版	北京	中国中信有限公司	国有法人	62.70%
603230.SH	内蒙新华	内蒙古自治区	内蒙古新华控股有限公司	国有法人	66.46%
002181.SZ	粤传媒	广东省	广州传媒控股有限公司	国有法人	47.64%
600551.SH	时代出版	安徽省	安徽出版集团有限责任公司	国有法人	62.09%
600229.SH	城市传媒	山东省	青岛出版集团有限公司	国有法人	55.75%
600825.SH	新华传媒	上海	上海新华发行集团有限公司	国有法人	28.00%
301025.SZ	读客文化	上海	华楠	境内自然人	41.02%
000793.SZ	华闻集团	海南省	国广环球资产管理有限公司	国有法人	7.12%
300654.SZ	世纪天鸿	山东省	新疆志鸿教育投资有限公司	境内非国有法人	46.72%
601999.SH	出版传媒	辽宁省	辽宁出版集团有限公司	国家	67.52%
603999.SH	读者传媒	甘肃省	读者出版集团有限公司	国有法人	57.84%
002599.SZ	盛通股份	北京	栗延秋	境内自然人	21.34%
603096.SH	新经典	天津	陈明俊	境内自然人	53.90%
301052.SZ	果麦文化	浙江省	路金波	境内自然人	24.26%
300148.SZ	天舟文化	湖南省	湖南佳创投资有限公司	境内非国有法人	11.84%
301231.SZ	荣信文化	陕西省	王艺桦	境内自然人	25.40%

资料来源：Wind，公司公告，中原证券研究所

注：仅统计第一大股东直接持股比例，部分公司可能还存在第一大股东间接持股的情况

## 2.6. 河南区域现状：教育人口大省，家庭教育支出不断增长

由于国内各地的经济发展水平以及教育资源存在比较大的差异，也导致了国内各省市、直辖市、自治区所采用的教材教辅普遍存在较为明显的区域性特征，除部分规定统一使用的教材外，其他教材仍由各地教育行政主管部门选定。

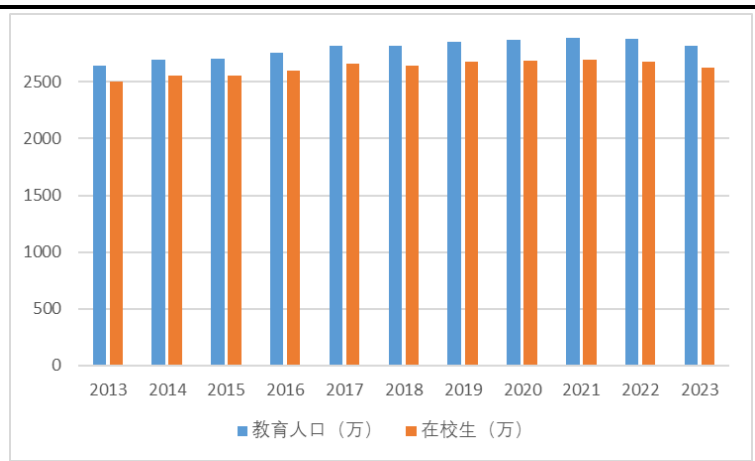
在传统线下发行领域，由于长期以来新华书店按行政区域划分，各省新华书店占据本区域内图书发行市场优势地位，特别是教材教辅发行领域，各地大型发行集团凭借长期积累的教材发行经验，仍占据主导地位。

从图书出版上市公司披露的主营业务构成以及区域收入构成来看，长江传媒、山东出版、中南传媒、南方传媒、龙版传媒等教材教辅业务收入占比较高的公司来自于省内的收入明显高于省外，此类公司的业务环境和当地的图书出版产业发展、人口资源、教育情况、家庭文化教育支出等数据有较为紧密的关联。

根据河南省教育厅定期发布的《河南省教育事业统计公报》显示，虽然河南省教育人口和在校生数量在 2021 年达到峰值后出现小幅减少的情况，但截至 2023 年末，河南省拥有的教育人口和在校生数量分别达到 2815.22 万和 2621.86 万，在全国范围仍位居前列；其中义务教育阶段在校生 1471.01 万，高中教育阶段在校生 407.53 万，为历史最高。

同时根据河南省统计局披露的数据显示，截至 2022 年末，河南省拥有户籍人口 1.14 亿，排全国第一；常住人口 9872 万，排全国第三；国家统计局数据显示 2023 年河南省常住人口出生率为 7.06%，高于全国 6.39% 的出生率水平。10 月 28 日国务院办公厅印发了《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》，在生育服务、育幼服务、教育、住房、就业等方面提供支持措施，有望一定程度上减缓当前国内出生率下滑的趋势。考虑到河南省拥有大量的常住人口以及相对全国更高的出生率，国家政策端也在为出生率的止跌回升提供支持，未来河南省在校生数量有望继续维持在一定的规模水平。

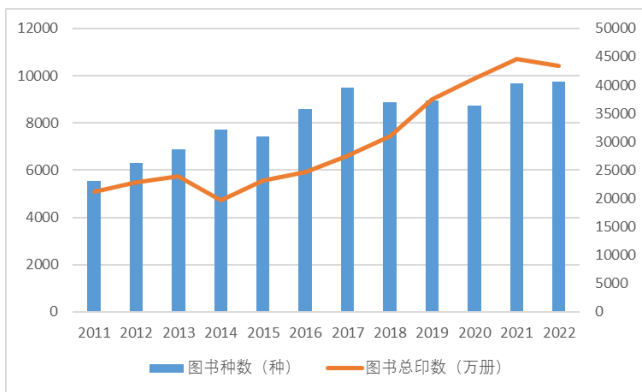
图 17：河南省教育人口及在校学生数量



资料来源：河南省统计局，中原证券研究所

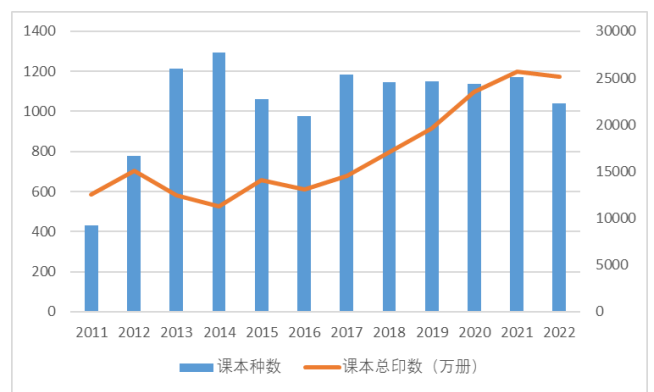
根据河南统计年鉴显示，河南省图书出版尤其是课本出版领域的规模增长明显，图书种数从 2011 年的 5557 种增至 2022 年的 9761 种，总印数从 2.11 亿册增至 4.34 亿册，期间年均复合增长率分别为 5.25% 和 6.75%；同期课本出版种数从 2011 年的 432 种增加至 2022 年的 1040 种，总印数从 1.26 亿册增长至 2.51 亿册，期间年均复合增长率分别为 8.31% 和 6.49%，课本的种数占比为 10.65%，但总印数占比高达 57.83%。

图 18: 河南省图书出版种数 (左轴) 与印数 (右轴)



资料来源: 河南统计局, 中原证券研究所

图 19: 河南省课本出版种数 (左轴) 与印数 (右轴)

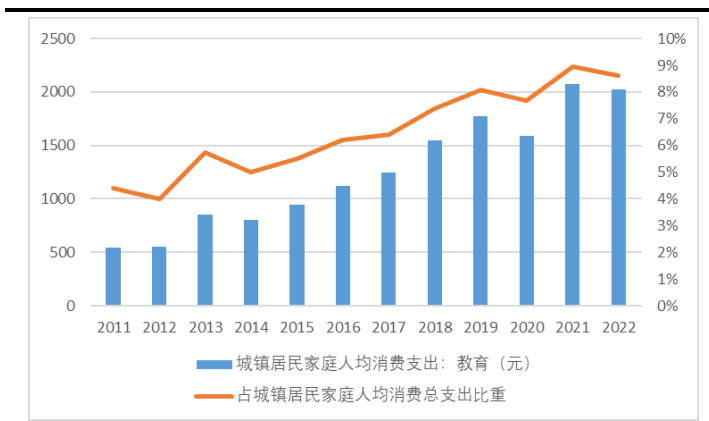


资料来源: 河南统计局, 中原证券研究所

基于对教育重视程度的不断提升, 教育越发成为家庭刚性需求。从河南省居民家庭人均消费支出的数据变化来看, 城镇居民家庭对于教育投入的部分不断增加, 城镇居民家庭用于教育的人均消费支出从 2011 年的 544.60 元增长至 2022 年的 2026.6 元, 期间年均复合增长率为 12.69%, 明显高于同时期城镇家庭人均消费总支出 6.05% 的年均复合增长率。除了不断增长的教育消费支出之外, 在结构上, 城镇居民家庭消费用于教育部分的比重也在不断提升, 2011-2022 年间, 城镇居民家庭人均消费支出中用于教育的比重从 4.41% 提升至 8.61%。

与全国水平相比, 2022 年全国城镇居民人均教育文化娱乐支出为 3050 元, 占当年城镇居民人均消费支出比重为 10.04%; 同期河南省城镇居民人均消费、文化和娱乐支出占家庭人均总消费支出比重为 11.03%, 虽然略高于全国平均水平, 但河南省的支出绝对值仅为 2597.69 元, 明显低于全国平均水平。同时过往几年河南省家庭在教育投入方面展现出了比较强的增长能力, 加上省内教育资源紧张, 学生群体仍需要面临较大的教育压力, 预计河南省内家庭将继续保持一定规模的教育支出水平, 未来河南省的教育支出的绝对规模仍有较大的增长可能。

图 20: 河南省城镇居民家庭人均教育消费支出与占比



资料来源: 河南统计局, 中原证券研究所



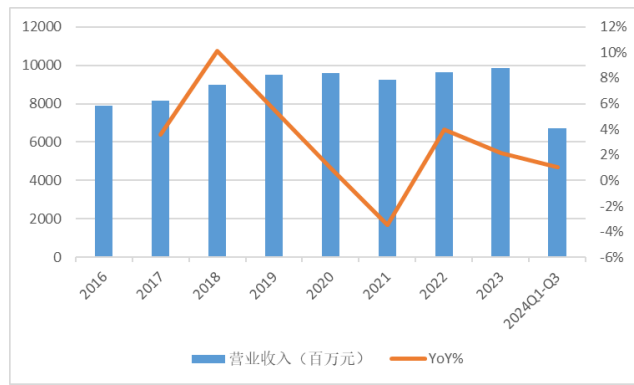
### 3. 财务数据：业绩增长稳健，经营风险小，股息率较高

#### 3.1. 收入利润增长稳健，税收政策变化短期冲击利润

公司业绩的增长情况稳健。2016年-2023年间，营业收入从78.90亿元增长至98.33亿元，期间年均复合增长率3.20%；归母净利润从6.73亿元增长至13.89亿元，期间年均复合增长率10.90%；扣非后归母净利润从6.39亿元增长至11.15亿元，期间年均复合增长率8.28%。2024年前三季度公司营业收入66.99亿元，同比增加1.02%，归母净利润5.08亿元，同比减少25.87%，扣非后归母净利润4.89亿元，同比减少26.37%。

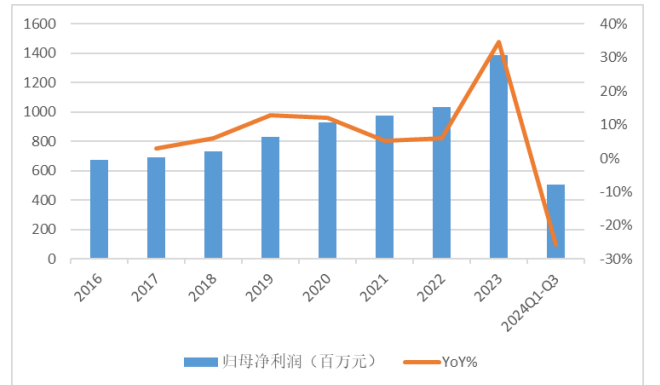
2023年公司归母净利润的大幅增长以及2024年前三季度归母净利润的大幅下降主要是公司的税收政策发生变化导致所得税费用出现较大波动所致。

图 21：2016-2024Q3 公司营业收入



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 22：2016-2024Q3 公司归母净利润

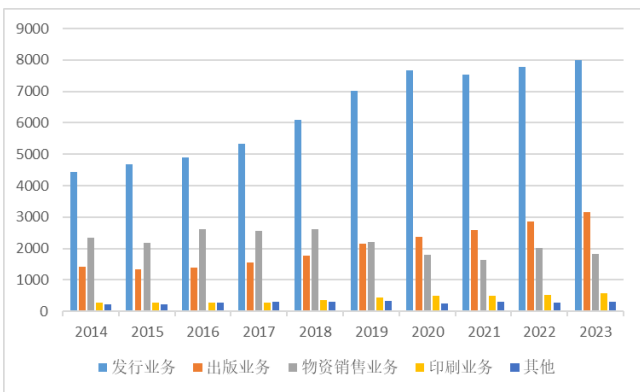


资料来源：公司公告，中原证券研究所

从公司主营业务的构成来看，在2014年以前图书出版业务和物资销售业务构成公司主要的收入来源，在2014年公司并入图书发行业务后，图书发行业务取代图书出版业务成为公司最主要的收入来源。根据2024年半年度报告，2024H1发行业务占公司收入比重达到占比达到81.37%，出版业务收入占比34.67%，物资销售业务的收入占比19.72%，印刷业务和其他业务的收入占比分别为5.46%和2.12%。

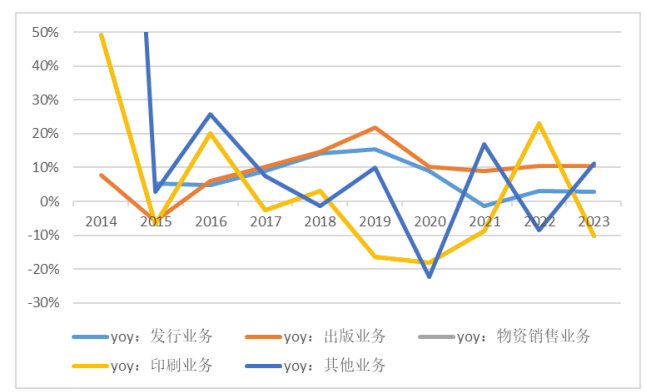
从2014年-2023年各项业务的增长情况来看，出版业务和发行业务也是驱动公司业绩持续增长的核心动力。发行业务营业收入从44.41亿元增长至80.01亿元，增幅80.16%；出版业务营业收入从14.06亿元增长至31.63亿元，增幅124.96%；物资销售业务营业收入从23.40亿元减少至18.17亿元，期间在2018年最高达到26.29亿元；印刷业务营业收入从2.68亿元增长至5.78亿元，增幅115.67%。

图 23: 公司各项业务营业收入 (未减去内部抵消部分)



资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 24: 公司各项业务增长情况

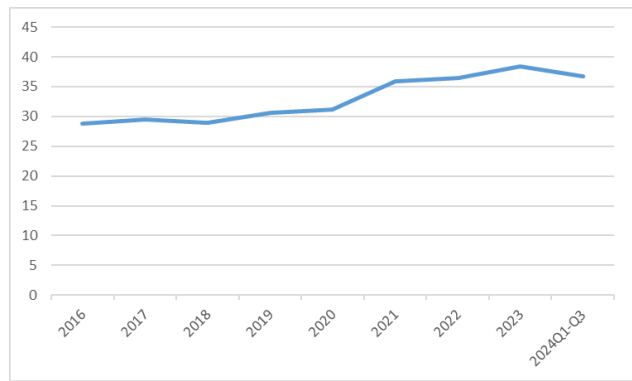


资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

### 3.2. 盈利能力不断提升, 毛利率净利率双增长

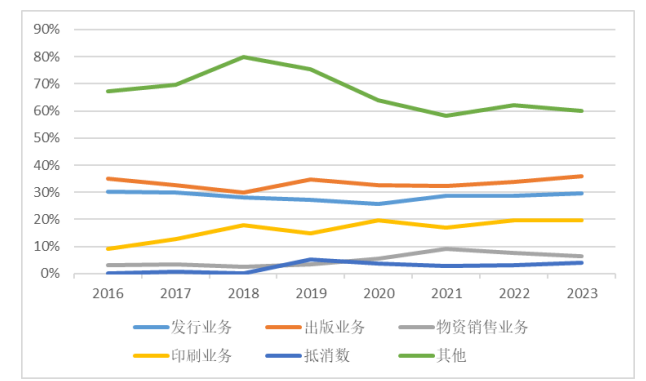
公司盈利能力不断提升, 综合毛利率从 2016 年的 28.78% 持续提升至 2023 年的 38.37%。在各项主营业务中, 出版业务的毛利率最高, 2023 年该业务毛利率达到 36.09%, 其次是发行业务, 毛利率 29.71%。从毛利率的变化幅度来看, 收入占比最高的出版业务和发行业务的毛利率虽然每年都有波动, 但波动幅度不大, 毛利率较为稳定; 印刷业务的毛利率提升较为明显, 从 2016 年的 9.30% 提升至 2023 年的 19.66%, 物资销售业务毛利率从 2016 年的 3.06% 提升至 2023 年的 6.45%。

图 25: 公司综合毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 26: 公司各项业务毛利率



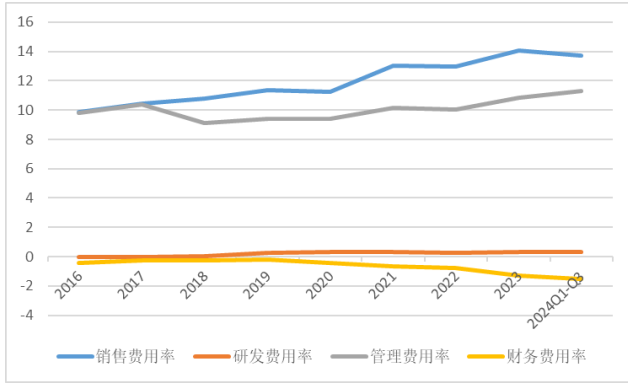
资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

公司销售费用率随公司业务的扩大有所提升, 从 2016 年的 9.87% 提升至 2023 年的 14.08%; 管理费用率小幅提升, 从 2016 年的 9.79% 提升至 2023 年的 10.83%; 研发费用率仅保持在 0.3% 左右的较低水平, 对公司利润影响较小; 同时由于公司拥有大量的银行存款及定期存单等带来较多利息收入且公司有息负债带来的支出项较少, 公司财务费用常年处于负值, 为利润端持续提供正向贡献。

从各项费用的构成来看, 销售费用中占比最高的是职工薪酬, 其次是广告宣传费用, 分别占 2023 年销售费用的 64.21% 和 22.03%; 管理费用中职工薪酬、折旧与摊销占比最高, 分别占 2023 年管理费用的 64.20% 和 17.19%。

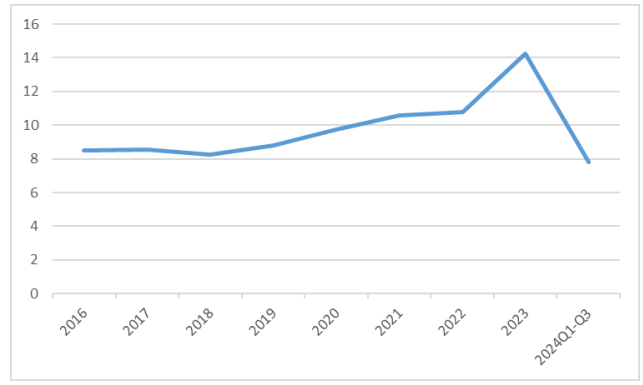
结合公司毛利率与费用率的变化趋势来看，虽然人工费用以及广告费用支出有所增长导致销售费用率和管理费用率有不同程度提升，但由于公司毛利率的提升幅度大于各项费用的提升幅度，公司的净利率也呈现持续的提升状态。同时公司税收政策的变化也导致了 2023 年以及 2024 年前三季度公司的净利率出现较大波动。

图 27：公司各项费用率（%）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 28：公司净利率（%）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

### 3.3. 税前利润实现小幅增长，预计 2025 年起所得税影响将显著减弱

2014 年 4 月 2 日国务院办公厅《关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》，经营性文化事业单位转制为企业后免征企业所得税。2019 年 2 月 16 日财政部税务总局中央宣传部《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》，2018 年 12 月 31 日之前已完成转制为企业的经营性文化事业单位，自 2019 年 1 月 1 日起可继续免征五年企业所得税。

表 3：公司下属子公司享受免税期间

单位名称	免税期间
大象出版社有限公司	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日
海燕出版社有限公司	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日
河南科学技术出版社有限公司	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日
中州古籍出版社有限公司	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日
文心出版社有限公司	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日
中原农民出版社有限公司	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日
河南文艺出版社有限公司	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日
河南电子音像出版社有限公司	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日
河南美术出版社有限公司	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日
河南省新华书店发行集团有限公司	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日
河南人民出版社有限责任公司	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日
河南教育电子音像出版社有限公司	2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日

资料来源：公司公告，中原证券研究所

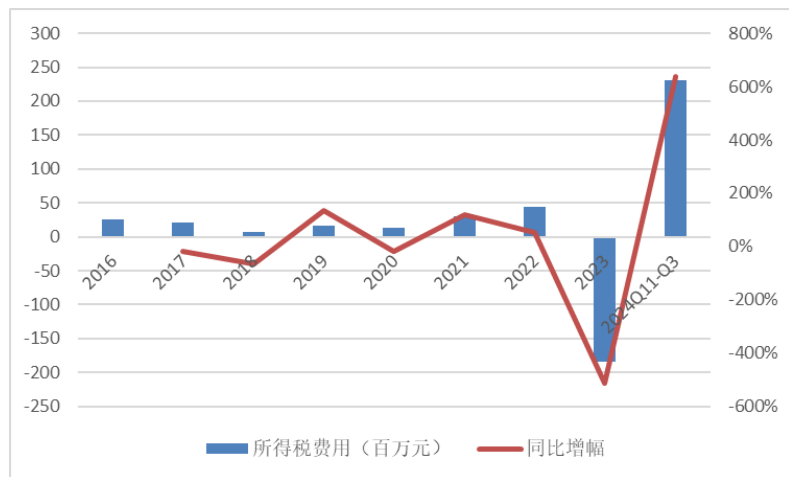
财政部、国家税务总局、中央宣传部 2023 年 10 月发布的《关于延续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业有关税收政策的公告》，公司部分子公司自 2024 年 1 月 1 日起，

适用的所得税政策将发生变化，不再享受免征企业所得税的免税政策，按照 25% 的税率缴纳企业所得税。

由于部分子公司税收政策变化，根据企业会计准则以及税法规定，公司重新计量了递延所得税资产和递延所得税负债，并将对应的递延所得税费用计入当期损益，递延所得税费用为 -2.27 亿元，也相应增加了净利润 2.27 亿元。2023 年公司所得税费用为 -1.85 亿元，推动公司归母净利润同比增加 34.55%；由于免税政策取消，2024 年前三季度公司所得税费用为 2.31 亿元，同比增加约 2 亿元，增幅达到 635.56%，同期的归母净利润减少 26.37%。

由于税收政策调整导致 2023 年公司的利润基数较高，在较高的基数下，2024 年按照新的所得税税率执行可能继续对公司的利润规模和同比增速带来压力。如果观察税前利润变化，2024 前三季度公司税前利润总额为 7.54 亿元，同比小幅增长 2.64%，显示公司整体的经营稳健。预计自 2025 年起，公司所得税费用对公司利润端带来的影响将显著减弱。

图 29：公司所得税费用

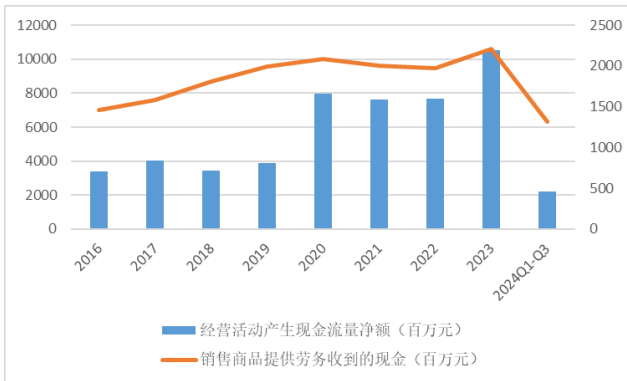


资料来源：公司公告，中原证券研究所

### 3.4. 现金流表现健康，常年大额净流入

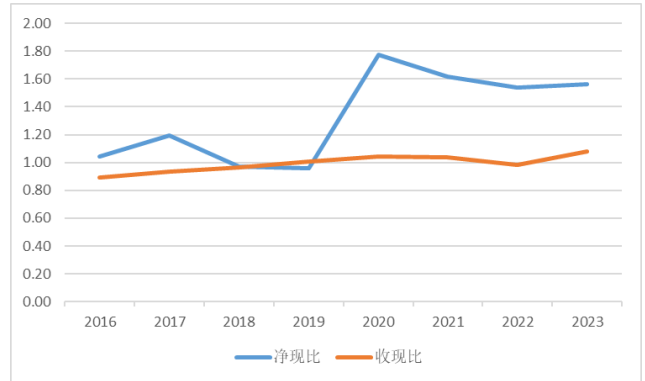
公司保持较好的现金流状况，经营性现金流连续多年呈现大额净流入。根据公司 2020 年年度报告披露，在河南省政府以及相关部门大力支持下，“教材款集中统一支付”政策全面落地，全年义务教育阶段教科书款项直接支付到位，此后公司的经营性现金流保持在较高的水平，2020-2022 年公司经营性现金流在 15 亿元以上，2023 年公司经营性现金流达到 21.90 亿元。自 2016 年以来公司收现比保持在 1 左右；2016-2019 年间净现比同样保持在 1 左右，随着公司经营性现金流的大幅增加并保持高位，2020-2023 年净现比也保持在 1.5 以上，公司日常经营过程中现金回收的效果优异。

图 30: 公司经营性现金流 (右轴) 与销售现金 (左轴)



资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 31: 公司净现比与收现比 (%)



资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

### 3.5. 资产负债情况健康, 经营风险较小

截至 2024 年三季度末, 公司总资产 173.28 亿元, 净资产 110.78 亿元, 资产负债率为 36.07%。

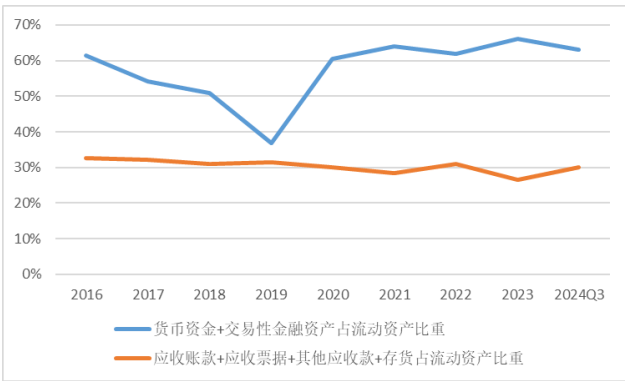
拆分来看, 公司流动资产 77.17 亿元, 其中以现金资产、应收账款和存货为主: 包含货币资金 47.71 亿元, 交易性金融资产 1.02 亿元, 占流动资产比重为 63.15%; 应收账款、应收票据以及其他应收款 13.19 亿元、存货 10.08 亿元, 占流动资产比重为 30.15%。

非流动资产端, 公司拥有非流动资产 96.10 亿元, 其中固定资产与在建工程合计 38.10 亿元, 无形资产 11.23 亿元; 其他非流动资产 30.83 亿元中以定期存单为主, 根据公司 2024 年中报披露, 定期存单占其他非流动资产的比重达 98.63%。

在负债端, 公司流动负债 57.53 亿元, 非流动负债 4.97 亿元, 其中应付账款、应付票据以及其他应付款合计 42.53 亿元, 合同负债 11.15 亿元, 合计占公司负债端的 85.90%, 短期借款、长期借款等有息负债规模较小。

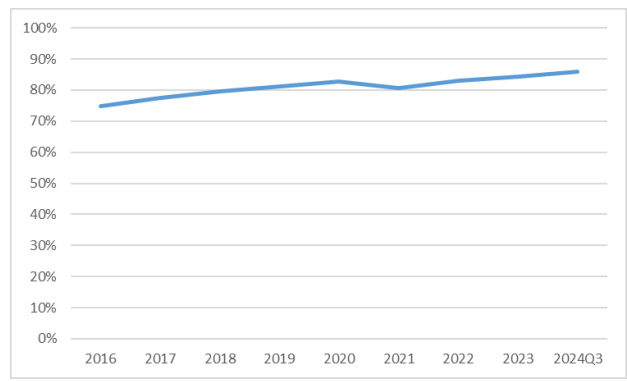
从公司的资产负债结构来看, 现金储备、理财产品以及定期存单等资金类资产较为丰富, 负债端也主要是应付账款、合同负债等项目为主, 有息负债规模和财务压力小。虽然应收账款和存货均在 10 亿元以上, 但多年来基本保持在该规模水平, 并未出现明显的增加, 并且应收账款以一年以内为主。

图 32: 货币资产、应收款项及存货占流动资产比重



资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 33: 应付款项及合同负债占总负债比重

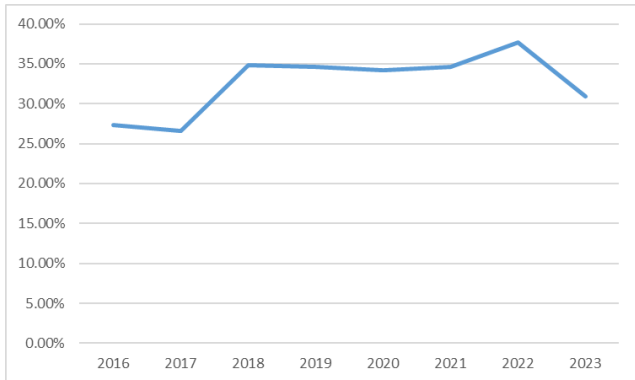


资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

### 3.6. 股息率保持在 4% 以上的较高水平

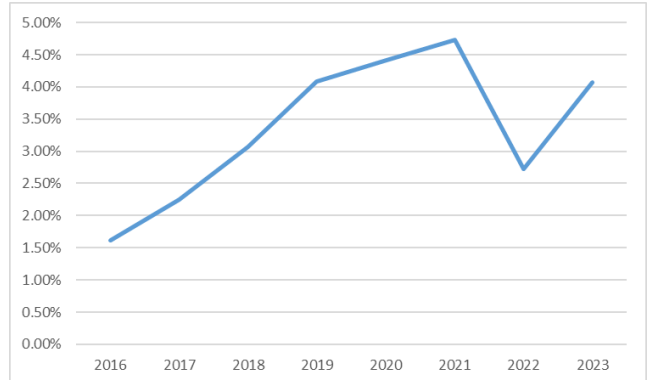
公司常年保持一定的分红比例, 自 2018 年以后, 公司每年的分红比例保持在 35% 左右。以每个会计年度的次年 4 月 30 日 (年报披露完毕) 当日股价计算, 公司股息率不断提升, 从 2016 年的 1.61% 最高提升至 2021 年的 4.73%, 2023 年继续保持在 4% 以上; 公司 2022 年股息率下滑主要是由于 2023 年 1 月起公司股价持续上行导致股息率被动下降。

图 34: 2016-2023 年公司分红比例



资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 35: 2016-2023 年公司股息率



资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

公司是河南省文化企业龙头, 省内唯一上市文化企业, 依托河南人口大省优势, 为公司提供稳定的业务发展环境。公司拥有全部且完整的出版、印刷、发行、印刷物资贸易等资质和行政许可。在教材教辅业务上公司是人民教育出版社、人民音乐出版社、北京师范大学出版社等主流教材出版单位的河南省独家代理商; 公司所属出版企业获得了河南省教育行政部门对全科评议教辅出版的行政许可, 继续成为河南省 2024 秋—2027 春义务教育免费教科书“单一来源采购”供应商。发行渠道上, 公司所属河南省新华书店发行集团有限公司, 具有覆盖全省市、县、乡 (镇) 的网络渠道及服务体系, 门店卖场、物流仓储、配送服务、社会资源、质量信誉

配套完整，功能齐全。

结合公司主营业务的发展历程与当前结构，我们认为出版业务、发行业务以及物资销售业务仍将占据公司主导地位。

公司的出版与发行业务以教材教辅为主，一般图书为辅，市场需求相对稳定；在行业端，国内出版和发行市场的规模稳步增长，图书零售市场教材教辅类书籍码洋占比提升，展现出旺盛的市场需求；国内出生率虽然面临下降，但短期不会对教育人口变化造成显著影响；公司主营的出版和发行业务的毛利率基本维持稳定，整体毛利率稳步提升。虽然税收政策的变化拖累2024年利润增长，但预计自2025年税收政策影响将显著变小。

参考过往几年以及2024上半年公司各项主营业务收入及毛利率的变化，预计公司2024-2026年发行业务营业收入同比增长5%/4%/3.5%，毛利率维持30%；出版业务营业收入同比增长8%/5%/4%，毛利率维持34%。

2024-2026年物资销售业务营业收入同比增长10%/8%/6%，毛利率维持6%；印刷业务营业收入同比增长-4%/4%/3%，毛利率维持18%；其他业务收入增速维持3%，毛利率维持60%。

预计2024-2026年营业收入端内部抵消金额45.54亿元/47.82亿元/50.21亿元，成本端内部抵消金额43.94亿元/46.14亿元/48.45亿元。

**表 4：公司主营业务预测（百万元）**

		2023	2024H1	2024	2025	2026
发行业务	营业收入	8000.92	3685.43	8400.97	8737.00	9042.80
	Yoy	2.85%	7.31%	5%	4%	3.5%
	毛利率	29.71%	33.81%	30%	30%	30%
出版业务	营业收入	3162.69	1570.51	3415.71	3586.49	3729.95
	Yoy	10.39%	2.82%	8%	5%	4%
	毛利率	36.09%	34.44%	34%	34%	34%
物资销售业务	营业收入	1816.95	893.12	1998.65	2158.54	2288.05
	Yoy	-10.25%	12.88%	10%	8%	6%
	毛利率	6.45%	5.41%	6%	6%	6%
印刷业务	营业收入	578.11	363.08	554.99	577.19	594.50
	Yoy	8.66%	-5.39%	-4%	4%	3%
	毛利率	19.66%	14.52%	18%	18%	18%
其他	营业收入	304.69	141.33	313.83	323.25	332.94
	Yoy	11.22%	9.58%	3%	3%	3%
	毛利率	60.00%	61.20%	60%	60%	60%
内部抵消	收入扣减	4029.96	2123.97	4553.85	4781.55	5020.62
	成本扣减	3870.50	1871.20	4394.47	4614.19	4844.90
合计	营业收入	9833.40	4529.49	10130.28	10600.91	10967.62
	Yoy	2.12%	4.77%	3.02%	4.65%	3.46%
	毛利率	38.37%	38.01%	38.80%	38.68%	38.74%

资料来源：公司公告，中原证券研究所、

注：部分业务营业收入增速与毛利率为计算所得，非公司直接披露数据

预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 101.30 亿元、106.01 亿元、109.68 亿元，增速分别为 3.02%、4.65%、3.46%，毛利率分别为 38.80%、38.68%、38.74%，归母净利润分别为 9.42 亿元、9.76 亿元、10.15 亿元，同比分别变动-32.19%、3.62%、4.03%。

按照 11 月 4 日收盘价 10.81 元计算，对应 PE 为 11.74 倍、11.33 倍、10.89 倍。选取中南传媒、山东出版、长江传媒、南方传媒、凤凰传媒作为可比公司，基于 Wind 一致盈利预测，2024-2026 年的 PE 平均值分别为 14.15 倍、13.12 倍和 12.20 倍，略高于我们预计的中原传媒同期 PE，维持中原传媒“增持”投资评级。

表 5：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	总市值 (2024.11.04)	预测归母净利润			对应 PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601098.SH	中南传媒	223.96	14.09	15.04	15.94	15.90	14.89	14.05
601019.SH	山东出版	224.55	16.04	17.63	19.23	14.00	12.74	11.68
600757.SH	长江传媒	102.55	7.99	8.50	9.06	12.84	12.07	11.33
601900.SH	南方传媒	124.89	8.99	9.90	11.02	13.90	12.61	11.33
601928.SH	凤凰传媒	259.58	18.41	19.55	20.61	14.10	13.28	12.60
	平均值					14.15	13.12	12.20
000719.SZ	中原传媒	110.61	9.42	9.76	10.15	11.74	11.33	10.89

资料来源：Wind，中原证券研究所

注：可比公司预测值采用 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

生育率长期下滑影响教育人口数量；上游原材料价格波动风险；下游市场需求收缩；环保政策变化风险；市场竞争加剧；产业政策变化



## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>8,390</b>	<b>8,154</b>	<b>8,536</b>	<b>9,614</b>	<b>10,636</b>
现金	4,778	5,270	5,738	6,919	8,084
应收票据及应收账款	1,396	1,128	1,204	1,189	1,158
其他应收款	69	58	56	59	61
预付账款	268	217	217	228	235
存货	1,128	986	881	772	644
其他流动资产	749	495	439	447	454
<b>非流动资产</b>	<b>7,411</b>	<b>9,333</b>	<b>9,661</b>	<b>9,514</b>	<b>9,366</b>
长期投资	28	24	22	20	18
固定资产	1,409	1,994	2,063	2,108	2,131
无形资产	1,137	1,152	1,134	1,116	1,098
其他非流动资产	4,837	6,162	6,441	6,270	6,119
<b>资产总计</b>	<b>15,801</b>	<b>17,487</b>	<b>18,196</b>	<b>19,127</b>	<b>20,002</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,345</b>	<b>5,983</b>	<b>6,069</b>	<b>6,358</b>	<b>6,571</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,762	3,979	3,875	4,063	4,199
其他流动负债	1,583	2,003	2,194	2,295	2,372
<b>非流动负债</b>	<b>568</b>	<b>519</b>	<b>495</b>	<b>485</b>	<b>475</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	568	519	495	485	475
<b>负债合计</b>	<b>5,913</b>	<b>6,501</b>	<b>6,564</b>	<b>6,843</b>	<b>7,046</b>
少数股东权益	41	61	67	74	80
股本	1,023	1,023	1,023	1,023	1,023
资本公积	2,762	2,762	2,762	2,762	2,762
留存收益	6,516	7,516	8,158	8,804	9,469
归属母公司股东权益	9,847	10,925	11,565	12,211	12,876
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,801</b>	<b>17,487</b>	<b>18,196</b>	<b>19,127</b>	<b>20,002</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,599</b>	<b>2,190</b>	<b>1,338</b>	<b>1,612</b>	<b>1,614</b>
净利润	1,039	1,400	948	982	1,022
折旧摊销	285	322	238	240	241
财务费用	23	17	3	3	2
投资损失	-20	-7	-3	-3	-3
营运资金变动	4	496	-49	164	119
其他经营现金流	269	-38	200	226	234
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,268</b>	<b>-1,683</b>	<b>-535</b>	<b>-88</b>	<b>-88</b>
资本支出	-577	-520	-188	-17	-17
长期投资	-721	-1,219	-64	-74	-74
其他投资现金流	29	56	-283	3	3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-410</b>	<b>-416</b>	<b>-335</b>	<b>-343</b>	<b>-362</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-410	-416	-335	-343	-362
<b>现金净增加额</b>	<b>-78</b>	<b>90</b>	<b>468</b>	<b>1,181</b>	<b>1,164</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>9,629</b>	<b>9,833</b>	<b>10,130</b>	<b>10,601</b>	<b>10,968</b>
营业成本	6,120	6,061	6,200	6,500	6,718
营业税金及附加	61	69	91	95	99
营业费用	1,252	1,385	1,418	1,484	1,535
管理费用	965	1,065	1,165	1,219	1,261
研发费用	24	30	35	37	38
财务费用	-76	-125	-152	-159	-165
资产减值损失	-149	-131	-152	-159	-165
其他收益	40	47	56	58	60
公允价值变动收益	-1	4	5	5	5
投资净收益	20	7	3	3	3
资产处置收益	1	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>1,083</b>	<b>1,208</b>	<b>1,214</b>	<b>1,258</b>	<b>1,309</b>
营业外收入	22	32	12	13	13
营业外支出	21	24	11	12	12
<b>利润总额</b>	<b>1,083</b>	<b>1,216</b>	<b>1,215</b>	<b>1,259</b>	<b>1,310</b>
所得税	45	-185	267	277	288
<b>净利润</b>	<b>1,039</b>	<b>1,400</b>	<b>948</b>	<b>982</b>	<b>1,022</b>
少数股东损益	7	12	6	6	7
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,032</b>	<b>1,389</b>	<b>942</b>	<b>976</b>	<b>1,015</b>
EBITDA	1,271	1,394	1,302	1,340	1,386
EPS (元)	1.01	1.36	0.92	0.95	0.99

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	3.97	2.12	3.02	4.65	3.46
营业利润 (%)	5.80	11.61	0.49	3.62	4.03
归属母公司净利润 (%)	5.85	34.55	-32.19	3.62	4.03
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	36.44	38.37	38.80	38.68	38.74
净利率 (%)	10.72	14.12	9.30	9.21	9.26
ROE (%)	10.48	12.71	8.14	7.99	7.88
ROIC (%)	9.41	11.12	7.07	6.94	6.85
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	37.42	37.18	36.07	35.77	35.22
净负债比率 (%)	59.80	59.18	56.43	55.70	54.38
流动比率	1.57	1.36	1.41	1.51	1.62
速动比率	1.25	1.11	1.18	1.31	1.44
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.63	0.59	0.57	0.57	0.56
应收账款周转率	8.05	7.83	8.73	8.93	9.42
应付账款周转率	1.96	1.76	1.77	1.84	1.83
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.01	1.36	0.92	0.95	0.99
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.56	2.14	1.31	1.58	1.58
每股净资产 (最新摊薄)	9.62	10.68	11.30	11.93	12.58
<b>估值比率</b>					
P/E	10.72	7.96	11.74	11.33	10.89
P/B	1.12	1.01	0.96	0.91	0.86
EV/EBITDA	2.83	3.45	4.16	3.16	2.20

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。